Триллион в сухом остатке

Канр Лиджиев

Один триллион рублей — самый весомый аргумент на рублевом рынке облигаций. В то же время российские евробонды ограничены неопределенностью на внешних рынках и ростом политических рисков в преддверии выборов в России.

Павел Пикулев,
главный стратегист департамента исследования долговых рынков, ИБ «ТРАСТ»

Мария Субботина,
заместитель руководителя инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Ольга Голубь,
кредитный аналитик, ING Bank

Основные факторы, определявшие конъюнктуру рынка рублевых облигаций — рублевая ликвидность и события на внешних рынках, — в апреле усилили свое влияние. Если в марте высокая ликвидность носила отчасти обманчивый характер, то в апреле большое количество денег все-таки дало о себе знать по полной программе и «затмило» все остальное. Остатки средств на корсчетах и депозитах ЦБ РФ превысили один триллион рублей и не опускались ниже этого уровня практически весь месяц. Межбанковские ставки находились в диапазоне 2.5–3.5%. «На внутреннем рынке имел место как раз тот случай, когда деньги побеждают все, — лаконично описал обстановку на внутреннем рынке главный стратегист долговых рынков ИБ «ТРАСТ» Павел Пикулев. — Столь высокий уровень ликвидности не только обеспечил стабильно низкие ставки на рынках МБК и РЕПО в течение месяца, но и, что более важно, дал участникам рублевого долгового рынка уверенность, что стоимость фондирования на денежном рынке останется низкой еще очень долго. Нельзя быстро потратить триллион!»

Как результат, в апреле на рублевом рынке доминировали покупатели. Общий объем апрельского биржевого оборота негосударственных облигаций по сравнению с мартом вырос: 279.24 млрд против 247.84 млрд руб. в марте. Под давлением покупок наиболее ликвидные рублевые бонды в среднем показали ценовой рост. Так, индикаторы доходности по индексу RUX-Cbonds и Cbonds-Muni по итогам апреля снизились до уровней 7.64% (на 12 б.п.) и 6.69% годовых (на 8 б.п.) соответственно.

На внешних рынках ситуация остается запутанной и труднопрогнозируемой. Так, у экспертов до сих пор нет консенсуса по ставке ФРС, а значит, и по динамике US Treasuries. Как отмечает аналитик по облигациям VTB Bank Europe Денис Гусев, рынок UST остается в значительной мере data driven, а более-менее четкого понимания дальнейших шагов ФРС сейчас у инвесторов явно нет. Подтверждением этому, по мнению Дениса Гусева, служит динамика сентябрьских Fed Fund фьючерсов, которая является достаточно грубым, но все же инфор-

мативным отражением настроений на рынке. «Так, если еще в конце марта инвесторы были настроены очень оптимистично, оценивая вероятность снижения ставки практически в 90%, то к концу апреля количество пессимистов прибавилось, а вероятность смягчения монетарной политики снизилась до 40–60%», — считает Гусев. Нет четкого видения будущего по ставке ФРС и у Павла Пикулева: «Мы не ждем, что в мае на рынке Treasuries возникнет устойчивый тренд. Возможности ФРС сейчас скованы. FOMC вынужден балансировать между инфляционными рисками и угрозой стагнации экономики. В таких условиях у участников рынка, скорее всего, так и не появится четкого прогноза относительно того, куда ставка ФРС пойдет дальше».

Большинство экспертов все-таки склоняется к тому, что в ближайшей перспективе ставка ФРС останется без изменений. По мнению заместителя руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка Марии Субботиной, «ФРС США с большой долей вероятности оставит ставку без изменений на текущих уровнях, при этом мы ожидаем комментария о том, что риски инфляции остаются высокими, хотя в долгосрочной перспективе инфляция и будет тяготеть к снижению».

Но есть и некоторые другие точки зрения. Так, глава управления исследований долговых рынков Банка «Уралсиб» Дмитрий Дудкин уверен, что «период подъема учтенной ставки ФРС закончился». Еще более конкретна в своих прогнозах кредитный аналитик ING Bank Ольга Голубь: «Мы полагаем, что к июню 2007 года ФРС США снизит ставку рефинансирования».

Таким образом, в целом трудно прогнозировать, куда двинутся и российские еврооблигации. Если говорить в терминах спредов, то несмотря на то что российские евробонды менее волатильны, чем US Treasuries, и выглядят в целом неплохо, сужение спредов маловероятно. В апреле спреды российских долгов к US Treasuries вновь вернулись к своим историческим минимумам — 94–96 б.п. (по спреду EMBI+), но так и не сумели выйти на новые рекордные уровни. С одной стороны, долгое нахождение на уровне 95–105 б.п., по мнению одних аналитиков, говорит о том, что этот уровень скоро должен быть пройден вниз до 75–80 б.п. С другой стороны, другие аналитики уверены, что такое «топтание» сигнализирует о том, что инвесторы не готовы к ралли в российских бумагах до тех пор, пока не произойдет очередное повышение суверенного рейтинга России. В свою очередь, с приближением выборов в России вероятность повышения суверенного рейтинга до подведения итогов этих выборов уменьшается.

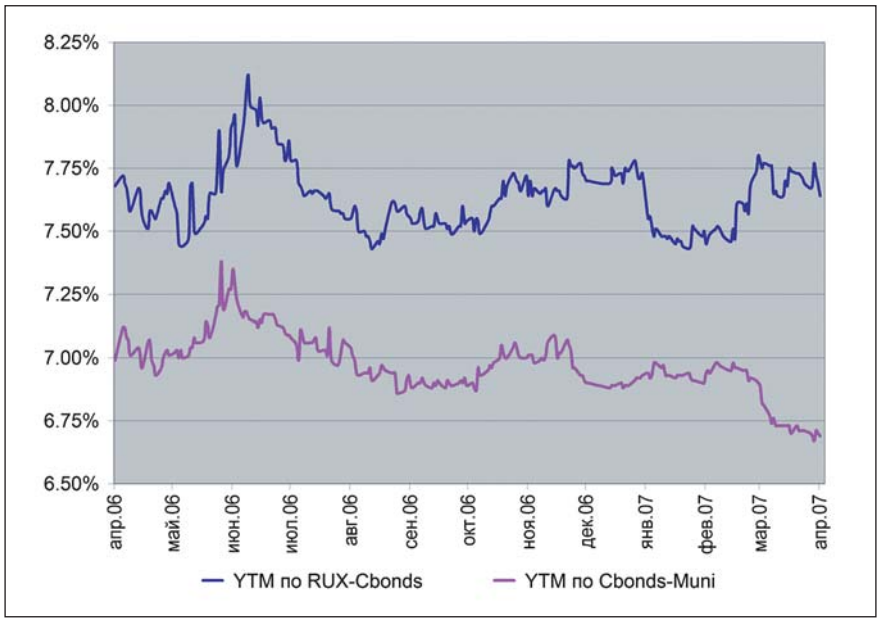
Дмитрий Дудкин,
глава управления исследований долговых рынков, Банк «Уралсиб»

Денис Гусев,
аналитик по облигациям VTB Bank Europe

Выразителем первой позиции является Дмитрий Дудкин. По его мнению, целевая установка спреда России-30 к US10Y находится на уровне 75 б.п., при этом он также отмечает политический фактор как сдерживающий. «Этот взгляд базируется на том, что с 2005 года суверенный спред России-30 не может всерьез пересечь отметку 100 б.п., тогда как с момента первого подхода к ней (конец сентября 2005 года) Россия пережила уже два апгрейда рейтинга от S&P, один — от Moody's и один — от Fitch, накопив вдобавок достаточно средств в Стабфонде и резервах ЦБ, чтобы иметь возможность в любой момент полностью погасить весь внешний государственный долг, — отмечает он. — Помимо этого, именно сейчас Россия-30 выглядит довольно дешево на фоне ралли в облигациях Бразилии, которые за несколько последних месяцев сократили свой спред к России-30 почти до нуля, тогда как кредитный рейтинг Бразилии до сих пор на три шага ниже, чем у РФ. Естественно, что основным фактором, ограничивающим покупки России-30, до 2008 года будут оставаться опасения иностранцев по поводу президентских выборов».

С другой стороны, например, Павел Пикулев отмечает, что сам по себе российский долг выглядит достаточно дешевым, но, к сожалению, на немедленное сужение спредов рассчитывать все-таки не приходится. «Российские суверенные долги, имеющие рейтинг Baa2/BBB/+/BBB+, сейчас торгуются практически на одном уровне с бразильскими долгами (Ba2/BB/BB). Это служит определенной страховкой на случай волатильности развивающихся рынков, но, к сожалению, не более того, — говорит эксперт. — Похоже, инвесторы совершенно серьезно опасаются предстоящих президентских выборов, и именно поэтому большая игра на сужение российского спреда в текущем году так и не началась и в ближайшие месяцы вряд ли начнется. Мы рассчитываем, что спред Russia 30–UST10 в ближайшие месяцы будет колебаться в диапазоне 90–100 б.п.».

Доходность к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Его поддерживает и Денис Гусев: «Очевидно, что если рассматривать российский риск с формальной точки зрения темпов роста экономики и уровня долговой нагрузки (без учета факторов, к которым апеллируют рейтинговые агентства — неразвитость структурных реформ, несбалансированность бюджета и так далее), то на среднесрочном горизонте Россия явно заслуживает гораздо более высоких рейтингов и выглядит недооцененной относительно остальных EM. Однако, учитывая неопределенность на рынке UST, без повышения рейтинга других предпосылок для быстрого и агрессивного сужения спреда, как, например, это было с Польшей, в обозримом будущем нет».

Итак, большинство опрошенных нами экспертов уверено, что в ближайшей перспективе высокий уровень ликвидности будет продолжать поддерживать внутренний рынок. Однако, с другой стороны, у экспертов нет консенсуса относительно влияния внешних факторов, что, в конечном итоге, повлияло на конкретные персональные прогнозы экспертов.

Мария Субботина ожидает, что внешние факторы будут нейтральными, и «несмотря на достаточно большой объем запланированных на вторую половину мая размещений, общий уровень доходности по качественным выпускам второго-третьего эшелонов все же снизится на 10–20 б.п., доходность по высокорисковым выпускам подрастет в среднем на 10–50 б.п., а первый эшелон будет высоковолатильным на текущих уровнях».

Достаточно позитивно на рынок сморят Дмитрий Дудкин и Ольга Голубь. Дудкин уверен, что большинство факторов свидетельствует сейчас в пользу покупки длинного рублевого долга, особенно в ходе первичных размещений. В рекомендациях на покупку «Уралсиба» стоят такие, по их оценкам, «дешевые» выпуски, как «Нитол»-2, «Парнас»-2, «Дикси», «Виктория»-1 и «Виктория»-2, ЛенСпецСМУ-2, «Лаверна», «Инком-Лада»-2, «Евросеть»-2, Сахатранснефтегаз, Банк «Возрождение», «УРСА»-3 и «УРСА»-5, «РСХ-Банк»-2, «Газпром»-8 и «Газпром»-9, АИЖК-7, АИЖК-8 и АИЖК-9, Самарская область-3.

При этом Ольга Голубь не исключает, что в условиях, когда котировки рублевых облигаций близки к максимумам, участники могут начать фиксировать прибыль. «Вместе с тем, динамика внешнего долга, на наш взгляд, может оказать поддержку рынку рублевых облигаций. Мы полагаем, что к июню 2007 года ФРС США снизит ставку рефинансирования. Для рынка внутреннего долга это будет означать снижение стоимости фондирования в долларах, рост интереса к облигациям развивающихся стран, включая Россию», — уверена она.

Денис Гусев и Павел Пикулев, наоборот, полагают, что в ближайшее время определенности на внешних рынках не прибавится, но серьезных угроз для внутреннего рынка все же не видят.

По мнению Дениса Гусева, несмотря на достаточно агрессивное снижение доходности на рынке (сейчас доходности ОФЗ находятся вплотную возле исторических минимумов), предпосылок для существенной коррекции в краткосрочной перспективе пока не видно. «С другой стороны, агрессивный рост рынка на фоне сохраняющейся неопределенности на рынке евробондов и приближающегося сезона отпусков ограничивает потенциал дальнейшего снижения доходностей, — считает он. — Вероятнее всего, часть инвесторов предпочтет зафиксировать прибыль по нехеджируемым позициям в длинных выпусках, что приведет к дальнейшей консолидации рынка. Кроме того, определенные опасения вызывает динамика рынка акций, дальнейшее возможное падение которого может сказаться и на рынке облигаций».

Павел Пикулев считает, что в мае-июне конъюнктуру рынка облигаций будет определять активность эмитентов по предложению новых бумаг. По его оценкам, первичное предложение объемом 12–15 млрд руб. в неделю неспособно оказать заметного негативного воздействия на вторичный рынок рублевых облигаций. «Если же предложение будет превышать этот уровень, то на вторичном рынке, вероятно, начнется стагнация. Правда, точечный рост котировок отдельных выпусков на фоне высокой банковской ликвидности возможен и в этом случае», — уверен эксперт.